

Tygodnik ekonomiczny

10 – 16 czerwca 2013

Działania banków centralnych (RPP), rozczarowanie brakiem zdecydowanych decyzji z ich strony (EBC) i oczekiwania rynku odnośnie dalszych kroków jakie mogą zostać przez nie podjęte (Fed) miały decydujący wpływ na globalny oraz krajowy rynek w ostatnich dwóch tygodniach. Dużo lepsze od prognoz dane m.in. o nastrojach konsumentów w USA (które wzmocniły obawy, że Fed ograniczy wkrótce QE3) razem z obniżoną płynnością na krajowym rynku na koniec maja zainicjowały gwałtowną przecenę polskiego długu oraz deprecjację złotego. Na początku czerwca RPP obniżyła ponownie stopy procentowe o 25 pb (do 2,75%), co nie powinno być zaskoczeniem w świetle ostatnich danych oraz wcześniejszych komentarzy członków RPP. Jednocześnie, ponownie pojawiła się sugestia, że cykl obniżek zbliża się ku końcowi, co wsparło trwającą wyprzedaż krajowych obligacji. Słowa prezesa Marka Belki o tym, że deprecjacja złotego to nie problem i może pomóc eksportowi wywarły dodatkową presję na krajową walutę, a do jej dalszego osłabienia przyczyniło się rozczarowanie tym, że mimo iż EBC analizował możliwość użycia wielu dostępnych narzędzi wspierających sytuację w strefie euro, to uznał, że obecnie nie jest konieczne podejmowanie dodatkowych niestandardowych działań. W wyniku kumulacji tych okoliczności, 2-, 5- i 10-letnie IRS i rentowności obligacyjnych benchmarków dla tych tenorów wzrosły w ciągu dwóch tygodni 30-50 pb, a EURPLN osiągnął chwilowo niemal 4,33. W piątek po południu złoty gwałtownie się umocnił po informacji o działaniach interwencyjnych NBP na rynku walutowym. Biorąc pod uwagę niedawne słowa Marka Belki oraz kondycję gospodarki (stagnacja wzrostu, niemal zerowa inflacja) interwencje te wydają się obecnie trudno zrozumiałe.

Najbliższe dni stać będą pod znakiem kolejnych istotnych publikacji z USA, których kumulacja przypadnie na końcówkę tygodnia. Wydaje się, że ich wpływ na krajowy rynek walutowy oraz stopy procentowej będzie większy, niż publikacja polskiego majowego CPI. Oczekiwania inwestorów odnośnie perspektyw monetarnej stymulacji ze strony EBC i Fed (dostarczania taniego pieniądza) miały znaczny wpływ na globalny i krajowy rynek w ostatnich tygodniach i w najbliższych dniach zależność ta raczej się utrzyma. Natomiast na konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu RPP prezes NBP powiedział, że Rada jest świadoma tego, że inflacja może jeszcze dalej spadać, a więc odczyt zgodny z dotychczasowym trendem może wywołać jedynie umiarkowane i tymczasowe odreagowanie ostatnich wzrostów IRS oraz rentowności obligacji.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (10 czerwca)							
9:00	CZ	CPI	V	% r/r	1,6	-	1,7
10:30	EZ	Indeks Sentix	VI	pkt	-10,3	-	-15,6
WTOREK (11 czerwca)							
9:00	HU	CPI	V	% r/r	1,9	-	1,7
ŚRODA (12 czerwca)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	-0,2	-	1,0
CZWARTEK (13 czerwca)							
14:00	PL	CPI	V	% r/r	0,7	0,5	0,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	346
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	V	% m/m	0,3	-	-0,2
PIĄTEK (14 czerwca)							
11:00	EZ	HICP	V	% r/r	1,4	-	1,4
14:00	PL	Podaż pieniądza	V	% r/r	6,5	6,5	7,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	V	% r/r	1,2	0,9	1,1
15:15	US	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,2	-	-0,5
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	V	%	77,9	-	77,8
15:55	US	Wstępny Michigan	VI	pkt	84,5	-	84,5

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

Maciej Reluga

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Starszy Ekonomista 22 586 8333

Marcin Sulewski Analityk

22 586 8342

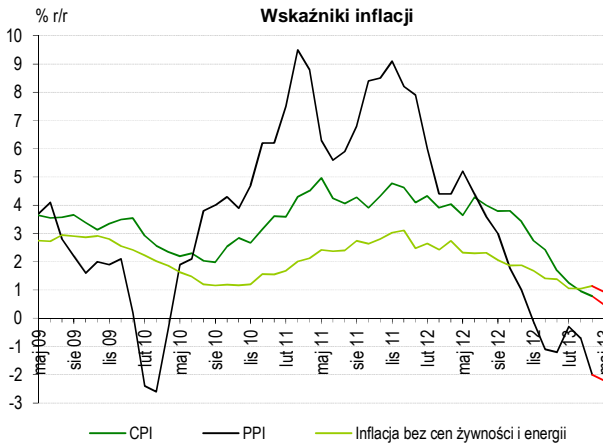
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

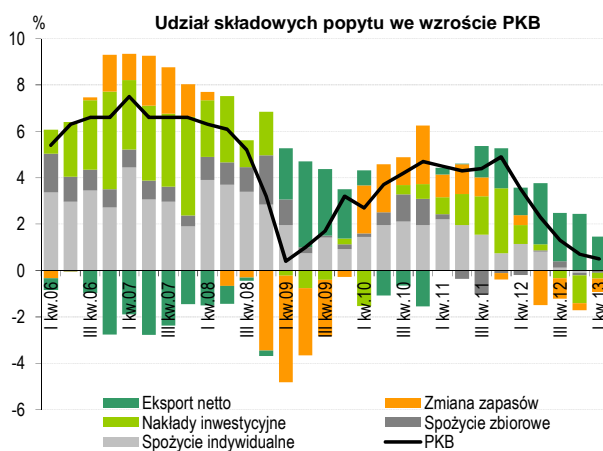
Wydarzenia nowego tygodnia – Dalszy spadek inflacji



▪ Spodziewamy się dalszego obniżenia inflacji CPI (do 0,5% r/r) oraz inflacji bazowej (do 0,9% r/r) w maju. Do spadku obu miar przyczynią się, naszym zdaniem, m. in. promocje na rynku telefonii komórkowej. Warto zauważyć, że nasze prognozy obu tych zmiennych są wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych. Może to być impulsem do umocnienia rynku długu, choć w świetle ostatniego komunikatu RPP siła tego czynnika będzie raczej umiarkowana. Spodziewamy się, że inflacja CPI osiągnie dołek w czerwcu, po czym zacznie stopniowo rosnąć, głównie pod wpływem efektu niskiej bazy z drugiej połowy 2012 r. Pod koniec roku możemy zbliżyć się do 1,5%. Inflacja bazowa powinna zachowywać się podobnie.

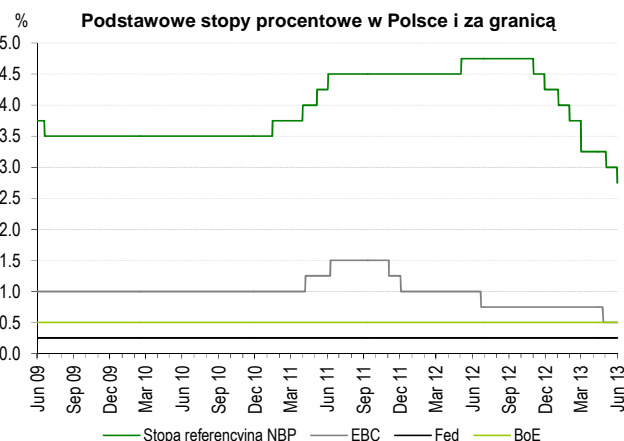
▪ Naszym zdaniem wzrost podaży pieniądza M3 spowolnił w maju do 6,5% r/r. Spodziewamy się utrzymania niskiego tempa wzrostu kredytów.

Ostatni tydzień w gospodarce – Słaby wzrost PKB w I kw., obniżka stóp procentowych



▪ Wzrost PKB w I kw. 2013 r. wyniósł 0,5% r/r. Głównym źródłem słabości gospodarki była kontynuacja zapaści popytu krajowego, który obniżył się o 0,9% r/r (czwarty z rzędu kwartał ujemnej dynamiki). Dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 0% r/r, a dynamika inwestycji -2% r/r. Ekspert netto jest obecnie jedynym silnikiem wzrostu (wkład do PKB w I kw. +1,4 pkt. proc.).

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu wyniósł w maju 48,0 pkt, powracając do poziomu z marca i przerywając trwającą od dwóch miesięcy serię spadkową. Wspiera to naszą opinię, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego w Polsce nie powinno się już obniżać. Poprawa w II kwartale jest raczej symboliczna i w zasadzie nadal będzie to dno cyklu koniunkturalnego, ale w II półroczu spodziewamy się już nieco wyraźniejszego przyspieszenia wzrostu PKB.



▪ Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopy procentowe, dzięki czemu stopa referencyjna osiągnęła kolejny rekordowo niski poziom 2,75%.

▪ Jak można było się spodziewać, że napływające dane wskazują na niższy niż oczekiwano wzrost gospodarczy w I kwartale oraz silniejszy od przewidywanego w marcowej projekcji spadek inflacji. Jeśli dodamy do tego fakt, że ostatnie dane miesięczne wskazują na utrzymanie się niskiego wzrostu gospodarczego także na początku II kwartału, to kolejna obniżka stóp procentowych była niemal przesądzona. Ponieważ, według Rady (i nie tylko) utrzymuje się niepewność dotycząca skali i momentu oczekiwanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, która może negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce, Rada zostawiła również drzwi otwarte do dalszych obniżek.

Cytat tygodnia – Zbliżamy się do adekwatnego poziomu stóp

RPP, komunikat po posiedzeniu (ostatnie zdanie), 05.06, NBP

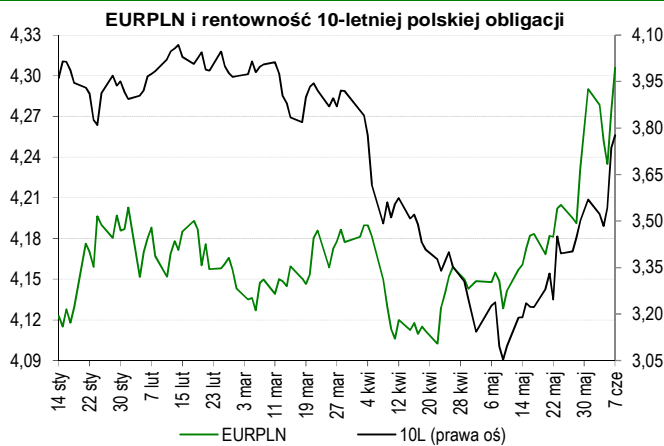
Rada uznaje, że rozpoczęty w listopadzie 2012 r. cykl obniżek stóp procentowych sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie.

Marek Belka, konferencja po posiedzeniu RPP, 05.06, Reuters

Nadinterpretacją byłoby stwierdzenie, że to jest koniec cyklu obniżek. Natomiast niewątpliwie zmiana [w komunikacie] sugeruje, iż zbliżamy się do poziomu stóp procentowych, który w obecnej sytuacji koniunkturalnej możemy określić jako adekwatny. (...) Powinniśmy prowadzić politykę konwencjonalną, rozumiejąc tę politykę jako politykę realnych dodatnich stóp procentowych. Rozumiem to jako [różnicę między] stopą referencyjną, a inflacją oczekiwaną - patrzymy głównie na wskaźnik inflacji oczekiwanej przez analityków.

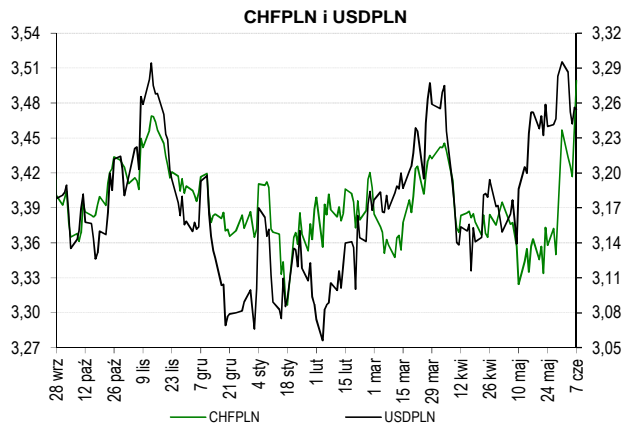
Ostatnie zdanie komunikatu mogłoby sugerować przejście do nastawienia neutralnego w polityce pieniężnej. Prezes Belka powiedział jednak wprost, że byłaby to nadinterpretacja. Niemniej, ostatni akapit sugeruje zbliżanie się do końca cyklu obniżek, co byłoby zgodne z zakładanym przez nas scenariuszem. Jak powiedział Prezes Belka na konferencji prasowej, Rada wolała poczekać na dokładne wyniki nowej projekcji PKB i inflacji, które pozwolą uporządkować obraz w najbliższych kwartałach i jednocześnie pozwolą na wysłanie jednoznacznego sygnału do rynku. Prezes podkreślił, że zbliżamy się do poziomu stóp, który w obecnej sytuacji można określić (według większości członków RPP) jako adekwatny. Wydaje nam się, że nowa projekcja inflacji w lipcu pozwoli na jeszcze jedną obniżkę stóp procentowych w skali 25 pb, co jednocześnie będzie stanowiło zakończenie cyklu redukcji. Taki scenariusz będą wspierały napływające w najbliższym czasie dane makroekonomiczne.

Rynek walutowy – Losy złotego w rękach danych z USA



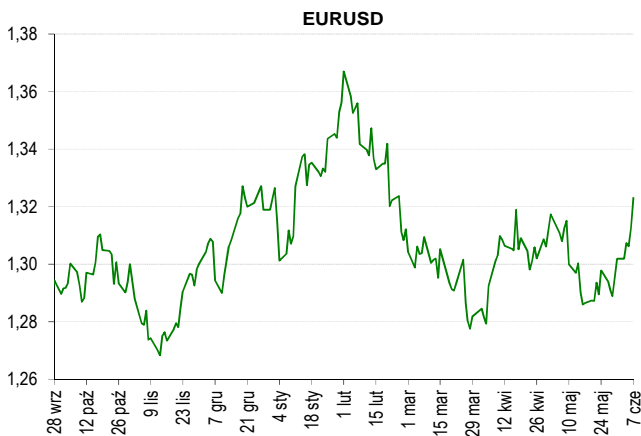
Gwałtowne osłabienie złotego

▪ Złoty bardzo mocno stracił w ostatnich dwóch tygodniach w stosunku do głównych walut. Przecenę zainicjowały dane zza oceanu (m.in. dużo lepsze nastroje konsumentów), które rozbudziły obawy inwestorów, że Fed ograniczy QE3. Wraz z ograniczoną płynnością na krajowym rynku walutowym z powodu długiego weekendu pod koniec maja spowodowało to wzrost EURPLN do niemal 4,30. W pierwszym tygodniu czerwca poziom ten został przekroczony (osiągnięto niemal 4,33) po wypowiedzi prezesa NBP o tym, że deprecjacja złotego nie jest problemem i może pomóc eksportowi, a także pod wpływem rozczarowania brakiem chęci EBC do szybkiego działania w zakresie niestandardowych działań wspierających gospodarkę. Na koniec tygodnia na rynku nieoczekiwanie pojawił się NBP, który zaczął kupować złotego i szybko zepchnął EURPLN z 4,30 do ok. 4,26.



▪ Mimo wzrostów EURUSD, kurs USDPLN osiągnął na chwilę 3,31 (najwyższy poziom od początku września 2012). CHFPLN zanotował szybki wzrost z 3,35 do 3,52 (frank najdroższy od połowy lipca 2012), a GBPPLN z 4,90 do 5,10 (najwyżej od początku roku).

▪ Znaczny wzrost wahań kursu złotego to przede wszystkim „zasługa” banków centralnych i oczekiwań dot. ich przyszłych działań. W tym tygodniu poznamy kolejne dane z USA, które prawdopodobnie wpłyną na ocenę przez inwestorów szans na zakończenie QE3 (zwłaszcza, że dane z USA nie miały jednoznacznego wydźwięku). Wzrost obaw o zmniejszenie napływu kapitału na globalny rynek może dalej szkodzić złotemu. Z drugiej strony, ostatnie osłabienie było bardzo dynamiczne, co daje pewne nadzieje, że spora część tych obaw jest już zdyskontowana. Poza tym, pojawienie się na rynku NBP może ostudzić oczekiwania na kontynuację deprecjacji złotego.



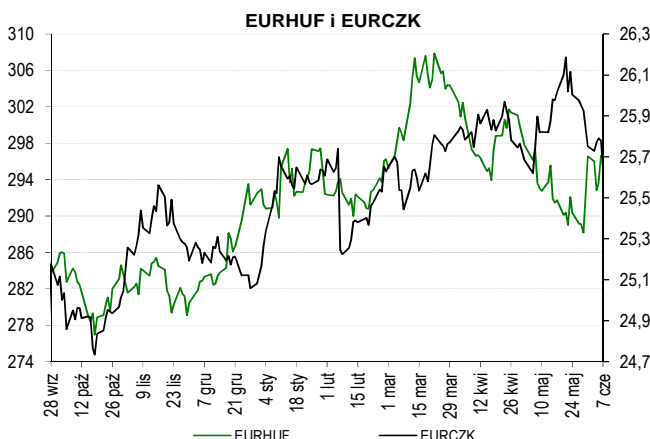
▪ Z punktu widzenia analizy technicznej, ważne opory dla EURPLN to ok. 4,35 i 4,38. Wsparcia to 4,22 i 4,17.

Wyraźne umocnienie euro do dolara

▪ Lepsze od oczekiwań indeksy PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro, dużo słabszy od konsensusu ISM dla USA oraz brak zapowiedzi przez EBC zamiaru obniżenia stopy depozytowej poniżej 0% pchnęły EURUSD na chwilę do 1,33, najwyższej od ostatniego tygodnia lutego br. Dane z USA było bardzo bliskie oczekiwaniom i na koniec tygodnia zanotowano realizację zysków z wcześniejszych wzrostów.

▪ W tym tygodniu poznamy kolejne ważne dane z USA i w rezultacie ich interpretacja pod kątem dalszych losów QE3 może mieć kluczowy wpływ na notowania.

▪ Ważne poziomy dla EURUSD na ten tydzień to 1,31 i 1,33.



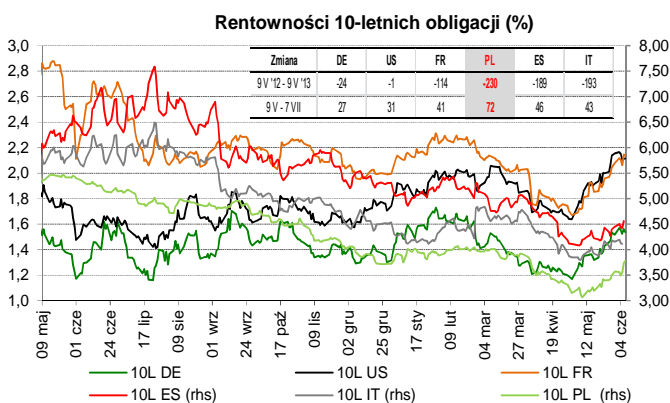
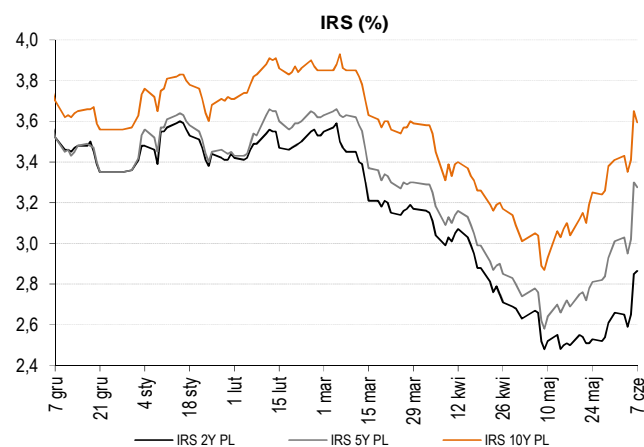
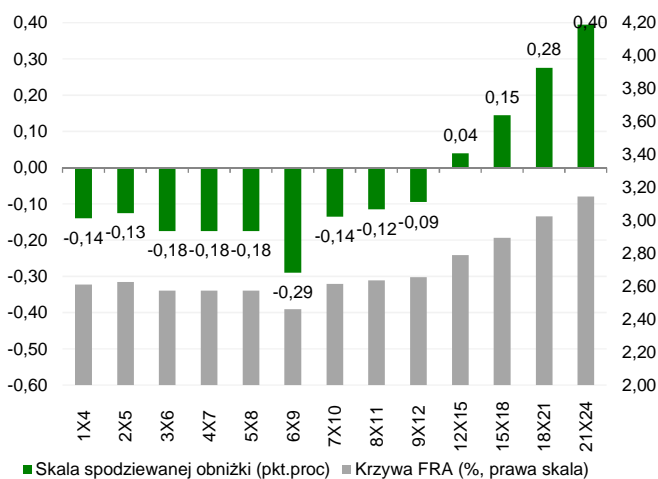
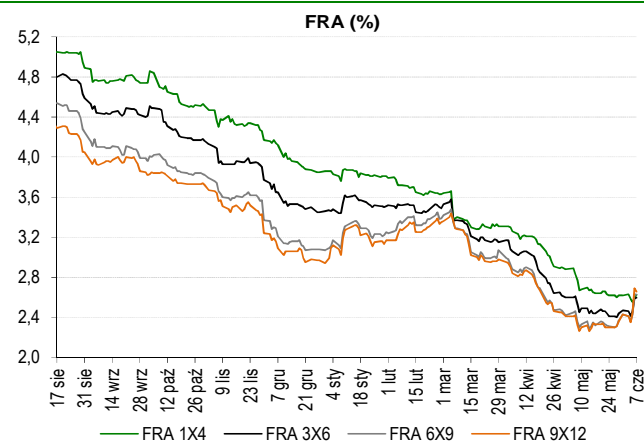
Spore wahania także na rynku forinta i korony

▪ W ostatnim tygodniu maja forint i korona solidarnie traciły razem ze złotym. EURHUF wzrósł z 285 do prawie 300, a w przypadku EURCZK testowany był bardzo ważny opór na ok. 26,1. O ile jednak polska i węgierska waluta w kolejnych dniach pozostały pod presją, o tyle czeska korona odrobiła niemal całe straty. Wyraźnie gorszy od wstępnych danych ostateczny odczyt dynamiki PKB za I kw. tylko tymczasowo pchnął EURCZK w górę i nie przeszkodził mu w powrocie w okolice 25,5.

▪ W wyniku dynamicznych zmian na rynku, kurs CZKPLN osiągnął ponad 0,168, najwyższy poziom od września ub.r.

▪ W tym tygodniu, oprócz krajowej inflacji, poznamy także dane o tempie wzrostu cen w Czechach i na Węgrzech. Nie będą one miały raczej dużego wpływu na notowania.

Rynek stopy procentowej – Możliwe odreagowanie po danych o CPI



Skala redukcji wyceniana przez FRA coraz mniejsza

- Stawki WIBOR 3M i powyżej pozostawały relatywnie stabilne w minionym tygodniu, podczas gdy 1M kontynuował spadek. Czerwcową decyzją RPP obniżająca stopy o 25 pb była już w cenach, w związku z tym reakcja na WIBOR nie była znacząca poza spadkiem stawki 1M.
- Dużo natomiast się działo na rynku FRA, który był pod wpływem zmian na rynku IRS i obligacji. Po znaczącym wzroście FRA na koniec maja nastąpiło lekkie odreagowanie tuż przed czerwcową decyzją RPP. Jednak komentarz Rady sugerujący bliskość końca cyklu redukcji stóp przyczynił się do znaczącego wzrostu stawek FRA wzdłuż krzywej. W skali 2-tygodniowej FRA wzrosły o 18-39 pb, w tym największy wzrost dotyczył FRA 9x12.
- Czerwcowy komentarz RPP skłonił rynek do wycofania się z oczekiwań na kolejne redukcje stóp procentowych (patrz wykres obok). Wciąż w grze jest redukcja na lipcowym posiedzeniu. Co więcej, w perspektywie roku i dłużej notowania FRA wskazują na stopniowy wzrost WIBOR (mimo, że w tym czasie stopy NBP mogą pozostawać stabilne). W tym tygodniu poznamy dane inflacyjne za maj. Nasza prognoza (0,5% r/r) jest poniżej oczekiwań rynkowych (0,7% r/r) i jej materializacja powinna dać impuls do odreagowania na rynku pieniężnym. Co więcej kolejne publikacje krajowych danych będą słabe, co powinno wspierać rynek.

Przecena na rynku obligacji, stawki IRS w górę

- Koniec maja i początek czerwca przyniosły dalszą wyprzedzą na rynku długu. O ile krótki koniec krzywej do posiedzenia RPP pozostawał względnie odporny na osłabienie, to komentarz Rady do decyzji i sugestie końca cyklu spowodowały również wyprzedzą obligacji 2-letnich. W skali 2-tygodniowej rentowności wzrosły o 35-46 pb, przy czym najbardziej osłabił się sektor 5 lat.
- Jeszcze większe zmiany były obserwowane na krzywej IRS. W badanym okresie (24 maja – 7 czerwca) stawki wzrosły od 22 pb (dla rocznego IRS) do prawie 50 pb (dla 5-letniego). Odnotowano znaczące wystromienie krzywej – spread 2-10 wzrósł do 80 pb – najwyższego poziomu od lipca 2010 r. Tendencja ta może się utrzymywać.
- Na tle rynkowym dość pozytywnie wypadły wyniki aukcji obligacji PS0718 i WZ0119. Resort finansów uplasował na rynku obligacje o łącznej wartości ok. 4,6 mld zł. To nieco poniżej maksymalnej wartości oferty, tj. 5 mld zł, warto jednak zauważyć, że popyt na PS0718 ukształtował się powyżej 7 mld zł, co można uznać za dobry wynik. Co więcej, rentowność na aukcji wyniosła 3,303% i była nieco niższa od tej na rynku wtórnym. Po tej aukcji potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 83%.

Krajowe dane i globalne nastroje kluczowe

- Obserwowane w ostatnich tygodniach osłabienie długu wynikało z czynników zewnętrznych, tj. obaw, że Fed zdecyduje się na ograniczenie, a nawet wcześniejsze wyjście z QE3. To pierwsza znacząca korekta na rynku w ostatnim roku (wzrost rentowności 10-latki o prawie 70 pb od majowego minimum po wcześniejszym spadku o 230 pb w ciągu roku). Środek i długi koniec krzywej pozostaną wrażliwe na sytuację na rynkach globalnych. Kontynuacja odpływu kapitału w efekcie realizacji zysków może spowodować dalszy wzrost rentowności 10-latki.
- Majowy odczyt krajowej inflacji CPI za maj może być istotny dla krótkiego końca krzywej. Dane te w naszej ocenie mogą dać impuls do korekty po ostatnim osłabieniu, tym bardziej, że kolejne dane z gospodarki realnej będą również słabe.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl